

足下の中国景気の「実像」は如何に

～好悪双方に材料がある一方、足下では「過剰債務」リスク再燃の兆候も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

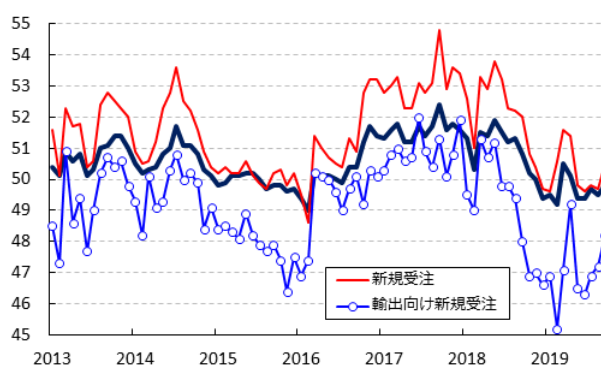
- 中国経済、ひいては世界経済のかく乱要因である米中摩擦は一段と激化する一方、歩み寄りの動きもみられるなど見通しが描きにくい状況が続く。ただし、足下の中国経済は内・外需双方にした押し圧力が掛かる動きが顕著になっている。他方、企業マインドは好悪両方の材料が混在しており、政府・中銀による景気下支えへの期待もある。しかし、当面の行方は民間部門が如何に自律回復の道筋を描けるか否かに掛かっている。
- 政府が公表した9月の製造業 PMI は 49.8 と引き続き減速が意識される内容となった。内需に改善の兆しがある一方、外需の鈍化が重石となる状況は変わっていない。非製造業 PMI は 53.7 と 50 超で推移するが、徐々に頭打ちの様相を強めている。政府統計をみると、幅広い分野で力強さを欠く展開が続くものの、インフラ投資拡充への期待を寄せる向きもみられる。その意味では、当面は公共投資依存体質が強まるとみることが出来る。
- 一方、民間統計である9月の財新製造業 PMI は 51.4 と 19 ヶ月ぶりの高水準となるなど対照的な動きをみせた。内需の急回復が生産を押し上げる一方、在庫が積み上がっており、仮に需要回復が遅れば在庫調整圧力が強まるリスクを抱える。幅広く雇用調整圧力がくすぶるなか、足下では物価高による家計部門への悪影響も重なり財布の紐が緩みにくい状況にあり、内需回復が進まなければ一転して反動が出る懸念がある。
- 中銀は公式 SNS で流動性供給を通じて景気下支えを強化する姿勢を示しており、当面は同様の対応が続くであろう。他方、昨年来頭打ちを強めた債務は年明け以降一転拡大するなど過剰債務懸念に繋がりがやすい。中国については短期的な景気動向に注目が集まりがちだが、リスクの再膨張にも目を向ける必要性は高い。

昨年以降の中国経済、ひいては世界経済にとって最大のかく乱要因となっている米中摩擦を巡っては、今月初めに米トランプ政権が対中制裁『第4弾目』の一部発動に踏み切り、中国政府も報復措置を発動するなど一段と激化している。その一方、来月 10 日から予定される米中両国の閣僚級協議に向けて米中双方が歩み寄りの動きをみせており、事態打開を模索する展開もうかがえるなど、先行きの見通しを描きにくい状況にある。ただし、足下の中国経済の動きをみると、米中摩擦の激化は世界経済の減速懸念と相俟って外需の重石となる動きが顕著になるなか、景気減速に伴う雇用・所得環境の悪化に加え、食料品を中心とする物価高による実質購買力の下押し圧力を受けて家計消費も鈍化傾向を強めるなど、内需を取り巻く環境も厳しさを増している。共産党及び政府は先月末に消費喚起策を発表したほか、人民銀行（中銀）も預金準備率の引き下げや『金利改革』と称する事実上のステルス利下げなど景気下支えに動いているものの、足下では公的部門を中心とする投資に底堅さがみられる一方、民間部門の投資は力強さを欠いており、家計消費も節約志向が強まるなど、『先祖返り』と『新たな姿』が混在する状況にある（詳細は 17 日付レポート「[中国経済は「以前の姿」と「新常態」が混在する状況に](#)」をご参照下さい）。他方、先月末から今月初めにかけて発表された企業マインド統計をみると、製造業及びサ

サービス業問わず、政府統計が景気減速ないし頭打ちを示唆する一方、民間統計が景気拡大を示唆するなど対照的な動きをみせており、見通しが立ちにくい状況にある（詳細は2日付レポート「[中国景気、上がってるの？、下がってるの？](#)」をご参照下さい）。なお、政府高官は当面の景気動向を巡って、財政・金融政策の両面から下支えを図る姿勢を示す一方、過度な対策には距離を置く姿勢を崩しておらず（詳細は24日付レポート「[中国経済の「当面の行方」を高官発言で読み解く](#)」をご参照下さい）、過去に実施した巨額の公共支出を通じた景気対策が『灰色のサイ』と称される過剰債務問題の元凶となったため、慎重な対応に終始せざるを得ない事情を抱える。こうした状況を勘案すれば、当面の中国経済の行方は公的部門への過度な期待は禁物であり、民間部門が如何に自律的に回復の道を探ることが出来るか否かに掛かっていると判断出来る。

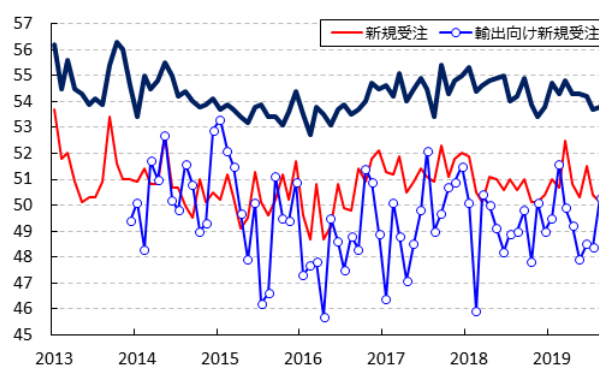
こうしたなか、30日に政府機関である国家統計局と物流購買連合会が発表した9月の製造業PMI（購買担当者景況感）は49.8と前月（49.5）から+0.3pt上昇したものの、5ヶ月連続で好不況の別れ目となる50を下回る水準で推移するなど、引き続き景気減速が意識される状況にある。足下の生産動向を示す「生産（52.3）」は前月比+0.4pt上昇するなど生産拡大の動きがみられる一方、先行きの生産を左右する「新規受注（50.5）」は同+0.8pt上昇するなど内需向けに底入れの動きがみられる一方、「輸出向け新規受注（48.2）」も同+1.0pt上昇するも引き続き50を大きく下回るなど、外需を取り巻く環境は依然として厳しい。なお、生産拡大の動きを反映して「購買量（50.4）」は前月比+1.1pt上昇しているほか、国際商品市況の堅調さなどを受けて「購買価格（52.2）」は同+2.6ptと大幅に上昇する動きがみられる一方、「完成品在庫（47.1）」は同▲0.7pt低下しており、生産拡大の動きにも拘らず在庫が積み上がっていないと判断出来る。ただし、生産拡大の動きにも拘らず「雇用（47.0）」は前月比+0.1pt上昇するも、引き続き50を大きく下回る推移が続くなど雇用調整圧力はくすぶっており、製造業の雇用創出能力が低下している可能性が考えられる。また、企業規模別では「大企業（50.8）」は前月比+0.4pt上昇して3ヶ月連続で50を上回る水準を維持するなど、景気下支え策の恩恵を受けている可能性がある一方、「中堅企業（48.6）」は同+0.4pt、「中小企業（48.8）」も同+0.2ptともに上昇するもともに50を下回る推移が続くなど対照的な動きをみせている。他方、9月の非製造業PMIは53.7と引き続き50を大きく上回るものの、前月（53.8）から▲0.1pt低下するなど頭打ちの様相を一段と強めている。先行きの動向を左右する「新規受注（50.5）」

図1 製造業 PMI の推移



(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

図2 非製造業 PMI の推移



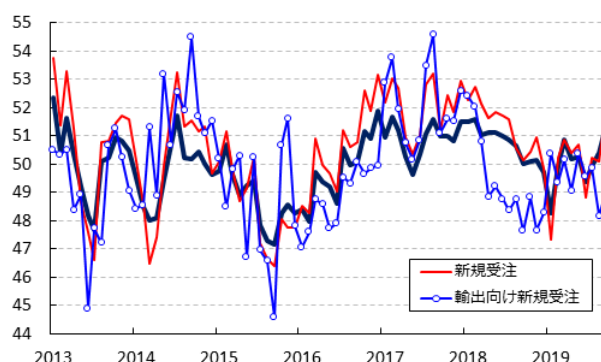
(出所) 国家統計局より第一生命経済研究所作成

は前月比+0.4pt 上昇するなど内需向けが底入れする一方、「輸出向け新規受注（47.3）」は同▲3.0pt 低下して2ヶ月ぶりに50を下回る水準に転じるなど、外需向けの不透明感が重石になっている。さらに、足下の鈍化の動きを反映して「雇用（48.2）」は前月比▲0.7pt 低下するなど雇用調整圧力が一段と強まる動きも確認されている。なお、分野別では生産者サービスや物流関連で好調を維持しているほか、金融緩和の動きなどが後押しする形で銀行・証券部門などでも改善の動きがみられる一方、比較的堅調に推移してきた建設部門で一服感が出ている模様である。ただし、政府は来月末までを目途に地方政府によるインフラ投資に向けた特別債の発行割当の消化を目指す姿勢を示しており、当面はこの動きが建設部門の押し上げに繋がると期待される。よって、外需への不透明感が残るものの、公共投資が景気の下支え役となる可能性は高いと見込まれる。

なお、上述のように政府統計では幅広く企業マインドに下押し圧力が掛かる動きとなる一方、民間統計では底入れを示唆する展開となるなど対照的な動きがみられたものの、9月はそうした傾向が一段と強まるなど中国景気の『実像』はこれまで以上に見極めが難しくなっている。30日に英調査機関のIHS Markit社が発表した9月の財新製造業PMIは51.4と前月（50.4）から+1.0pt 上昇して2ヶ月連続で好不況の別れ目となる50を上回るとともに、

19ヶ月ぶりとなる高水準となるなど急速に底入れが進んでいる。足下の生産動向を示す「生産（52.5）」は前月比+1.5pt と大幅に上昇するなど生産拡大の動きが強まっているほか、先行きの生産を左右する「新規受注（51.9）」も同+1.8pt と大幅に上昇するなど内需向けに力強さがうかがえる一方、「輸出向け新規受注（49.0）」は同+0.8pt 上昇するも4ヶ月連続で50を下回るなど、米中摩擦の激化や世界経済の減速懸念など外需

図3 財新製造業 PMI の推移



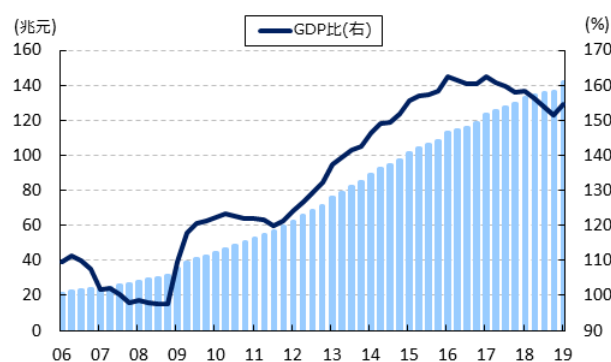
(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

の重石となる状況は変わっていない。なお、政府統計と同様に生産拡大の動きを反映する形で「購買量（50.7）」は前月比+0.2pt 上昇しているほか、国際商品市況の堅調さを反映して「購買価格（51.3）」も同+3.2pt と大幅に上昇するなどの動きは確認されている。その一方、「完成品在庫（50.6）」は前月比+0.1pt 上昇して2ヶ月連続で50を上回る水準で推移しており、生産拡大の背後で在庫が積み上がっている様子が確認されている。足下では家計消費をはじめとする内需は弱含む展開が続いているものの、内需向けの受注改善の動きにみられるように一転して底入れすれば在庫調整が進むと期待される一方、仮にそうした期待が『空振り』に終われば在庫調整圧力が生産の足かせとなる可能性が懸念される。さらに、生産拡大の動きが強まっているにも拘らず、「雇用（49.9）」は前月比±0.0pt と横這いで推移してわずかながら50を下回る水準となるなど、雇用・所得環境の劇的な改善には繋がっていない。他方、財新サービス業PMIについては、9月の数字は国慶節の連休後に公表予定となるが、8月は製造業と同様に改善した上、上述のように製造業は改善傾向を強めたことから同様に一段と改善の動きが強まっている可能性はある。ただし、サービス業では雇用拡大の動きがみられてきたにも拘らず、足下の家計消費を取り巻く環境は厳しさを増す展開が続いてきたことは、サービス業における雇用創出効果が局所

的ないし、限定的なものに留まっている可能性が考えられる。こうしたことを勘案すれば、内需向けの受注動向の大幅改善が需要そのものを裏打ちしているものとなるかは依然不透明であり、先行きに置いてその反動が出るリスクはくすぶると捉えられる。

上述のように、政府及び人民銀行は財政及び金融政策を通じて景気下支えを図る姿勢を示すなか、29日に人民銀行は公式SNSで先行きの政策運営について「慎重な金融政策の実施とカウンターシクリカル（反景気循環的）な措置の強化を続ける」と発信した。当該発信では「実体経済への資金流入を図るべく銀行セクターへの資金供給手段の改善を図る」ほか、「利ざやの縮小や不良債権の拡大懸念などに伴う影響に直面している中小銀行による資金調達を支援する」方針が示されるなど、流動性供給などを通じて景気下支えを図る姿勢が示された。なお、こうした姿勢は過去数ヶ月に亘って人民銀が様々な形で金融市場に示してきたメッセージと大差ない内容ではあり、先月中盤にかけて大きく下落した人民元相場が先月末以降は一転して底堅い動きをみせるなど「市場との対話」に苦慮するなか、物価高に見舞われるなかで政策対応の難しさを示したものと捉えられる。他方、国際決済銀行（BIS）統計によれば、昨年は習政権による「デレバレッジ（債務抑制）」に向けた動きを反映して頭打ちの様相をみせてきたものの、年明け以降は一転して底入れしており、GDP比も拡大に転じるなど過剰債務状態が一段と強まる動きがみられる。さらに、習政権の取り組みに伴い頭打ちが進んできたいわゆる「シャドーバンキング（影の銀行）」の一種である『理財商品』などを含む信託商品残高も、今年6月末時点では減少ペースに歯止めが掛かるなど底打ちの兆しもみられるなど、金融緩和による『カネ余り』が顕在化する動きも出ている。こうした動きが直ちにリスクに繋がる訳ではない上、短期的にみれば資金繰りの改善を受けて景気の底入れが促される可能性が見込まれる一方、中長期的にみれば過剰債務問題が一段と激化することでその後の対応の困難さが増す事態も予想される。中国経済は世界第2位の経済規模にあるため、その動向は世界経済に影響を与えるゆえに短期的な景気動向に注目が集まる傾向があるが、その背後ではリスクが一段と膨張していることにこれまで以上に注意する必要性は高いと判断出来よう。

図4 非金融企業部門向け信用残高の推移



（出所）国際決済銀行(BIS)より第一生命経済研究所作成

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。